ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN—POLONIA
VOL. XLI, 21 SECTIO G 1994

Instytut Prawa Cywilnego UMCS
Zakład Prawa Cywilnego

Jan MOJAK

# Zasady obrotu obligacjami w świetle prawa polskiego

Rules of Transactions in Bonds under Polish Law

## WPROWADZENIE

Obligacje należą do papierów wartościowych o charakterze wierzycielskim. Inkorporują one wierzytelności nabywców tych papierów — zwanych dalej „obligatariuszami" — których treścią jest uprawnienie obligatariuszy do domagania się od emitenta zapłaty oznaczonej kwoty pieniężnej oraz ustalonego oprocentowania w sposób i w terminach oznaczonych w obligacji [1].

Przepisy obowiązującej w Polsce przestarzałej już w zasadzie ustawy z dnia 27 września 1988 roku o obligacjach (Dz.U. Nr 34, poz. 354) zezwalają również na to, aby emitent zobowiązał się wobec obligatariusza do spełnienia na jego rzecz tzw. świadczeń dodatkowych, polegających na „zapewnieniu dostaw wyrobów lub świadczenia usług, pochodzących z przedsięwzięcia sfinansowanego w drodze emisji obligacji".

Według art. 2 ustawy emitentami obligacji mogą być osoby prawne, prowadzące działalność gospodarczą: gminy oraz organizacje społeczne, posiadające osobowość prawną, które obok działalności statutowej prowadzą działalność gospodarczą. Na podstawie ustaw szczególnych obligacje mogą być emitowane przez Skarb Państwa oraz banki.

Obrót obligacjami dzieli się na pierwotny i wtórny. Obrót pierwotny to emisja obligacji przez emitenta, która może być dokonana bądź na

[1] W sprawie pojęcia obligacji por. J. S. Konic: *Obligacje,* [w:] *Encyklopedia Podręczna Prawa Prywatnego,* t. II, Warszawa 1936, s. 1100 i n.; H. Gronkiewicz-Waltz: *Nowe prawo o obligacjach,* „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego" 1989 r., nr 4 s. 196; I. Weiss: *Prawo o obligacjach,* [w:] *Prawo papierów wartościowych,* Kraków 1992, s. 88—91.

podstawie subskrypcji publicznej, bądź też bez takiej subskrypcji, na podstawie oferty skierowanej do oznaczonego adresata. Obrót wtórny polega na zbywaniu obligacji wraz z ucieleśnioną w niej wierzytelnością przez nabywców na rzecz osób trzecich.

Obrót obligacjami możemy też podzielić na obrót prywatny i obrót publiczny.

Prywatnym obrotem obligacjami jest każda emisja (obrót pierwotny) i zbycie (obrót wtórny) obligacji, które nie spełniają przesłanek określonych w art. 1 § 1 ustawy z dnia 22 marca 1991 roku — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. Nr 35, poz. 155 z późn. zm.) [2].

Publicznym obrotem obligacjami jest proponowanie nabycia, nabywanie lub przenoszenie praw z emitowanych w serii obligacji, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli propozycje nabycia są kierowane do więcej niż 300 osób albo do nie oznaczonego adresata.

Wyróżnia się publiczny obrót pierwotny oraz publiczny obrót wtórny obligacjami. Publicznym obrotem pierwotnym jest proponowanie przez emitenta nabycia praw z emitowanych w serii obligacji lub nabywanie takich praw, zaś publicznym obrotem wtórnym jest proponowanie przez osoby inne niż emitent sprzedaży wierzytelności z emitowanych w serii obligacji lub sprzedaż takich wierzytelności, jeżeli papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu publicznego lub oferta ma charakter publiczny.

Jeżeli pierwotny lub wtórny obrót obligacjami odpowiada określonym wyżej cechom, pozwalającym uznać go za obrót publiczny, to podlega on pewnym szczególnym wymogom ustawy z 22 III 1991 roku, z wyjątkiem:

1) publicznego obrotu pierwotnego obligacjami emitowanymi przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, albo obligacjami, z których wynikają zobowiązania pieniężne poręczone przez te podmioty,

2) publicznego obrotu pierwotnego i wtórnego obligacjami, przy których termin wymagalności wynikających z nich wierzytelności jest krótszy niż rok od daty emisji.

## PRYWATNY OBRÓT PIERWOTNY

Prywatny obrót pierwotny obligacjami wymaga uprzedniego udostępnienia przez emitenta potencjalnym nabywcom obligacji szeregu informacji, dotyczących m.in. celu i wielkości emisji, warunków wykupu i opro-

[2] Szerzej na ten temat por. J. Mojak, D. M. Opolski: *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Analiza pojęcia*, „Państwo i Prawo" 1991, z. 12.

centowania obligacji, wielkości udzielonej gwarancji wykupu oraz nazwy gwaranta. Wymagana jest również opinia biegłych rewidentów, dotycząca stanu majątkowego i całokształtu sytuacji gospodarczej emitenta.

Jeżeli adresat oferty emitenta przyjmie złożoną mu propozycję nabycia obligacji, dochodzi do emisji, kreującej obligację jako papier wartościowy. Nabywca uiszcza wówczas na rzecz emitenta umówioną kwotę pieniężną (cena emisyjna), zaś emitent wydaje nabywcy odpowiedni dokument, inkorporujący przysługującą mu wierzytelność.

Dokument, będący obligacją, powinien zawierać wszystkie elementy określone w art. 13 ustawy o obligacjach, wśród których najistotniejszymi są: oznaczenie emitenta i obligacji, określenie wartości nominalnej obligacji oraz jej numeru i serii, wysokość oprocentowania, warunki wykupu i terminy wypłaty oprocentowania, miejsce i data wystawienia obligacji oraz data jej zakupu, jak też podpisy osób upoważnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta. W tekście obligacji powinien być zamieszczony harmonogram spłaty długu obligacyjnego ze wskazaniem terminów płatności i wysokości wypłat. Do dokumentu należy dołączyć arkusz kuponowy oprocentowania i wykupu obligacji.

Czynności związane z obsługą obrotu pierwotnego obligacjami emitent powierza najczęściej — na podstawie odpowiedniej umowy — wybranemu przez siebie bankowi. Bank ten też z reguły obsługuje wykup obligacji.

## PRYWATNY OBRÓT WTÓRNY

Prywatny obrót wtórny obligacjami jest zdeterminowany charakterem obligacji. Obligacje bowiem mogą być emitowane bądź jako papiery wartościowe imienne, bądź jako papiery na okaziciela. Wybór rodzaju emitowanych obligacji zależy od emitenta, z tym że jeżeli emituje on obligacje imienne, to w treści obligacji powinien być oznaczony obligatariusz, a poza tym jedynie obligacja imienna może zawierać zakaz lub ograniczenie jej zbywania. Jeżeli w dokumencie obligacji nie została oznaczona osoba nabywcy (obligatariusza), to należy taki dokument uznać za obligację na okaziciela.

Zgodnie z art. 9 ust. 6 ustawy oświadczenie o zbyciu obligacji imiennej powinno być umieszczone na samym dokumencie lub na dołączonej do niego karcie dodatkowej tzw. przedłużce. Powstaje więc wrażenie, że zbycie obligacji imiennej odbywa się w drodze indosu. Jest to jednak wrażenie błędne. Obligacja imienna jest papierem wartościowym wierzycielskim i do jej przeniesienia znajdują zastosowanie odpowiednie przepisy k.c., a w szczególności art. $921^8$, według którego przeniesienie wierzytelności z obligacji imiennej następuje przez przelew połączony z wyda-

niem dokumentu. Wymóg z art. 9 ust. 6 ustawy należy więc uznać za dodatkową przesłankę, odnoszącą się do formy cesji wierzytelności inkorporowanej w obligacji [3].

Na podstawie art. 510 § 1 k.c. nasuwa się wniosek, że przeniesienie wierzytelności z obligacji może być skutkiem umowy sprzedaży, zamiany, darowizny lub innej umowy zobowiązującej. Obrót obligacjami imiennymi odbywa się najczęściej w drodze umowy sprzedaży. Cena zbycia jest przedmiotem swobodnych ustaleń między zbywcą a nabywcą. Cesja wierzytelności z obligacji może też nastąpić w trybie określonym w art. 510 § 2 k.c., jako skutek samoistnej umowy rozporządzającej.

Wierzytelności z obligacji imiennych mogą być zbywane jedynie bezwarunkowo (art. 9 ust. 5 ustawy). W razie zbycia obligacji imiennej, na nabywcę przechodzą *ipso iure* wszystkie uprawnienia i korzyści wynikające z dokumentu. Skutki przeniesienia wierzytelności z obligacji imiennej powinny być ocenione według reguł, odnoszących się do skutków przelewu [4].

Prywatny obrót wtórny obligacjami na okaziciela odbywa się według reguł, określonych w art. $921^{12}$ i art. 517 § 2 k.c. Zgodnie z tymi przepisami, do przeniesienia wierzytelności z obligacji na okaziciela potrzebne jest zawarcie umowy sprzedaży, zamiany lub innej umowy zobowiązującej do przeniesienia własności dokumentu. Do przeniesienia własności potrzebne jest także wydanie dokumentu nabywcy, tak więc umowa powodująca przeniesienie wierzytelności z obligacji na okaziciela ma charakter realny.

Umowa powodująca przeniesienie wierzytelności z obligacji na okaziciela nie może być zawarta pod warunkiem. Z chwilą wydania obligacji na okaziciela, jej nabywcy przechodzą na tę osobę wszelkie uprawnienia i korzyści wynikające z obligacji. Do skutków przejścia wierzytelności z obligacji na okaziciela stosuje się art. $921^{13}$ k.c. Zgodnie z tym przepisem emitent (dłużnik) może powołać się wobec nabywcy na zarzuty, które dotyczą ważności dokumentu lub wynikają z jego treści albo służą mu osobiście przeciw wierzycielowi. Dłużnik (emitent) może także powołać się na zarzuty, które mu służą przeciw poprzedniemu wierzycielowi, jeżeli nabywca dokumentu działał świadomie na szkodę emitenta, co w praktyce wystąpi bardzo rzadko [5].

---

[3] Tak J. Mojak: *Obrót wierzytelnościami. Podstawowe zagadnienia prawne*, Lublin 1993, s. 172.

[4] O skutkach przelewu por. J. Mojak: *Przelew wierzytelności w polskim prawie cywilnym*, Lublin 1990, s. 151 i n.

[5] Por. A. Szpunar: *Uwagi o papierach wartościowych na okaziciela*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1993, nr 14, s. 5.

## PUBLICZNY OBRÓT PIERWOTNY

Publiczny obrót pierwotny obligacjami, podlegający rygorom ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi... — odbywa się za pośrednictwem podmiotów prowadzących przedsiębiorstwa maklerskie. Emitent takich obligacji, zamierzający ogłosić — przy użyciu środków masowego przekazu — zamiar emisji, powinien wystąpić do Komisji Papierów Wartościowych z wnioskiem o dopuszczenie obligacji do publicznego obrotu. Do wniosku należy dołączyć prospekt emisyjny oraz odpis statutu i uchwałę lub oświadczenie o emisji, złożone przez właściwy organ emitenta.

Prospekt emisyjny obligacji powinien odpowiadać wymogom, określonym w rozporządzeniu RM z dnia 29 lipca 1991 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt papierów wartościowych wprowadzonych do publicznego obrotu (Dz.U. Nr 71, poz. 308). Prospekt emisyjny stanowi źródło informacji o emitencie oraz o niektórych innych podmiotach (np. o gwarancie emisji). Powinien on w sposób prawdziwy i rzetelny ujawnić sytuację ekonomiczną i prawną tych podmiotów oraz wyczerpująco charakteryzować projektowaną emisję.

Po uzyskaniu zgody KPW na wprowadzenie obligacji do publicznego obrotu, papiery te powinny być złożone do depozytu w jednym banku albo w innej instytucji do tego powołanej. W ten sposób dochodzi do obowiązkowej dematerializacji obligacji.

Emitent może następnie przystąpić do publicznej subskrypcji obligacji (a raczej praw z nich wynikających, czyli wierzytelności). Nabywca obligacji na rynku pierwotnym otrzymuje imienne świadectwo depozytowe, potwierdzające nabycie papierów wartościowych określonych w treści tego dokumentu. Świadectwa depozytowe, chociaż nie są papierami wartościowymi, to jednak pozwalają osobom wskazanym w ich treści na wykonywanie wszelkich praw z oznaczonych w treści świadectwa papierów wartościowych. Równocześnie wydanie świadectwa depozytowego nie ma żadnego wpływu na przeniesienie praw z papierów wartościowych. Zgodnie zaś z art. 5 § 5 ustawy z 22 marca 1991 roku o publicznym obrocie papierami wartościowymi, przeniesienie praw z papierów wartościowych złożonych w depozycie następuje z chwilą zawarcia umowy.

Jeżeli się zważy, że publiczny obrót papierami wartościowymi może się odbywać wyłącznie za pośrednictwem podmiotów prowadzących przedsiębiorstwo maklerskie (art. 1 § 2 ustawy), zaś dom maklerski zobowiązuje się wobec dającego zlecenie klienta (inwestora) do sprzedaży lub zakupu oznaczonych papierów wartościowych w imieniu własnym, lecz na rachunek dającego zlecenie (art. 22 § 1 ustawy), to należy dojść do wniosku, że umowa z art. 5 § 5 ustawy dochodzi do skutku na giełdzie papie-

rów wartościowych, a jej stronami są domy maklerskie, występujące najczęściej w roli brokera (komisanta), działającego w imieniu własnym, lecz na rachunek klienta. Rozliczenie transakcji, zapłata ceny nabycia oraz wydanie świadectwa depozytowego nabywcy to czynności dokonywane już w ramach wykonania uprzednio zawartej umowy.

## PUBLICZNY OBRÓT WTÓRNY

Publiczny obrót wtórny obligacjami odbywa się na giełdzie papierów wartościowych, chyba że wchodzą w grę wyjątki określone w art. 54 § 2—4 Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi [6].

O dopuszczeniu obligacji do obrotu giełdowego decyduje Rada Giełdy Warszawskiej S.A. w drodze uchwały podjętej na wniosek Zarządu Giełdy. Zgodnie z § 3 Regulaminu Giełdy Warszawskiej, wprowadzonym uchwałą Nr 49/69/93 Rady Giełdy, a zatwierdzonym uchwałą Nr 8/IV/93 Walnego Zgromadzenia Giełdy, dopuszczając papiery wartościowe (w tym obligacje) do obrotu giełdowego Rada Giełdy określa, czy papiery te będą notowane na rynku podstawowym, czy też na rynku równoległym.

Rada Giełdy może dopuścić obligacje do obrotu na rynku podstawowym, gdy są one dopuszczone do publicznego obrotu przez Komisję Papierów Wartościowych, ich zbywalność nie jest ograniczona, wartość obligacji wynosi nie mniej niż 10 miliardów złotych (nie mniej niż 500 tys. ECU) według ich ceny emisyjnej, a rozproszenie obligacji zapewni odpowiednią płynność i prawidłowy przebieg transakcji giełdowych. Kolejnym warunkiem jest udostępnienie potencjalnym inwestorom informacji pozwalających im na ocenę aktywów emitenta i źródeł ich finansowania, jego sytuacji finansowej i perspektyw rozwoju, strat i zysków itp., a także publiczne ogłoszenie przez emitenta zweryfikowanych sprawozdań finansowych za ostatnie 3 lata.

Dopuszczenie obligacji na giełdowy rynek równoległy może nastąpić przy spełnieniu nieco zliberalizowanych przesłanek, w szczególności gdy wartość obligacji według ich ceny emisyjnej wynosi co najmniej 5 miliardów złotych (nie mniej niż 250 tys. ECU), zaś emitent publicznie ogłosi zweryfikowane sprawozdanie za ostatni rok obrachunkowy.

Wskazane wyżej zasady nie znajdują zastosowania do obligacji emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski. Tryb dopuszczania tego rodzaju obligacji na giełdowy rynek podstawowy lub równoległy

---

[6] O Giełdzie papierów wartościowych obszernie piszą m. in. A. Sopoćko: *Giełda papierów wartościowych*, Warszawa 1991; M. Puławski, A. Dorosz: *Giełdy pieniężne*, [w:] *Giełdy w gospodarce światowej*, wyd. III, Warszawa 1991, s. 118 i n.

ma każdorazowo określać odrębna uchwała Rady Giełdy na wniosek jej Zarządu.

Rada Giełdy podejmuje uchwałę o dopuszczeniu obligacji do obrotu giełdowego w terminie 2 miesięcy od złożenia pisemnego wniosku emitenta. Informacja o złożeniu przez emitenta wniosku oraz uchwała Rady Giełdy podlegają obowiązkowej publikacji w Cedule Giełdy Warszawskiej. Uchwała Rady obowiązuje pod warunkiem złożenia obligacji w terminie 14 dni od dnia podjęcia uchwały w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Zasady działania depozytu określa rozporządzenie RM z dnia 8 kwietnia 1992 roku w sprawie zasad działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (Dz.U. Nr 34, poz. 149).

Emitent obligacji, będących przedmiotem obrotu na rynku podstawowym, obowiązany jest przedstawiać sprawozdania roczne, półroczne i kwartalne w terminach wyznaczonych przez Zarząd Giełdy.

Obligacje mogą być wprowadzane do obrotu giełdowego w trybie zwykłym bądź w trybie publicznej sprzedaży.

Wprowadzenia obligacji w trybie zwykłym dokonuje Zarząd Giełdy, z tym że termin wprowadzenia obligacji w tym trybie nie może być krótszy niż 3 tygodnie i dłuższy niż 6 tygodni od dnia ogłoszenia w Cedule Giełdy Warszawskiej uchwały Zarządu Giełdy.

Wprowadzenia obligacji w trybie publicznej sprzedaży dokonuje członek Giełdy przedstawiający — za zgodą Zarządu Giełdy — ofertę sprzedaży. W tym trybie mogą być wprowadzane do obrotu obligacje, o ile oferta sprzedaży obejmuje co najmniej 10% danej emisji lub wartość oferty przekracza 10 miliardów złotych na rynku podstawowym albo 2 miliardy na rynku równoległym. Zarząd Giełdy jest obowiązany opublikować w Cedule Giełdy Warszawskiej informację o zgłoszonej ofercie publicznej sprzedaży obligacji najpóźniej na 7 dni przed terminem pierwszego notowania.

Zgodnie z art. 5 § 5 Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, przeniesienie praw (wierzytelności) z obligacji złożonych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych następuje z chwilą zawarcia umowy.

We wtórnym obrocie publicznym obligacjami za taką umowę należy uznać transakcję giełdową, która jest umową sprzedaży papierów wartościowych (obligacji) zawartą na giełdzie, według ustalonego i ogłoszonego na giełdzie kursu. Stroną transakcji giełdowej może być wyłącznie dom maklerski — członek Giełdy [7].

---

[7] O zwykłych i szczególnych transakcjach giełdowych piszą: S. Biernat, A. Szumański: *Prawo publicznego obrotu papierami wartościowymi,* [w:] *Prawo papierów wartościowych,* Kraków 1992, s. 270 i n.

Istotną rolę przy zawieraniu umów na giełdzie odgrywają członkowie giełdy-specjaliści oraz występujący w ich imieniu maklerzy-specjaliści. Członek giełdy-specjalista — to dom maklerski, który na podstawie umowy z emitentem obligacji został upoważniony — za zgodą Zarządu Giełdy — do:

a) ustalania kursu dnia tychże papierów wartościowych;

b) dokonywania interwencji w celu podtrzymania równowagi i płynności obrotu;

c) dokonywania alokacji i redukcji;

d) wystawiania kart umów.

Transakcje giełdowe zawierane są na podstawie przekazywanych przez członków Giełdy tzw. zleceń maklerskich. Zleceniem maklerskim jest oferta kupna lub sprzedaży obligacji notowanych na Giełdzie, sporządzona przez członka Giełdy w formie określonej przez Zarząd Giełdy Warszawskiej. Członek Giełdy sporządza zlecenie maklerskie najczęściej w imieniu własnym na rachunek klienta (broker) albo też na rachunek własny, o ile uzyskał uprawnienia dealerskie na mocy uchwały Komisji Papierów Wartościowych. Zlecenie maklerskie na rachunek klienta sporządza się wyłącznie na podstawie zlecenia klienta, niezwłocznie po jego przyjęciu.

Przesłanką przyjęcia zlecenia sprzedaży papierów wartościowych przez członka giełdy jest 100% pokrycia wielkości zlecenia w papierach wartościowych. W chwili rozpoczęcia sesji giełdowej natomiast członek giełdy obowiązany jest posiadać płynne aktywa w wysokości co najmniej 70% wartości zlecenia kupna do realizacji na danej sesji giełdowej. Cenę oznaczoną w zleceniu uważa się, w przypadku oferty kupna, za cenę maksymalną, a w przypadku oferty sprzedaży — za cenę minimalną.

Zlecenia maklerskie są ważne do dnia oznaczonego w zleceniu klienta. Termin ważności zlecenia maklerskiego na rynku podstawowym i równoległym nie może przekroczyć końca następnego miesiąca, licząc od daty wystawienia zlecenia klienta.

Sesje giełdowe odbywają się regularnie w siedzibie giełdy na tzw. parkiecie. Nadzór nad przebiegiem i porządkiem sesji giełdowej sprawuje przewodniczący sesji, którym jest członek Zarządu Giełdy lub umocowany przez Zarząd pracownik Giełdy.

Obligacje mogą być notowane na Giełdzie Warszawskiej:

1) w systemie jednolitego kursu dnia,

2) w systemie ciągłym.

ad. 1) W systemie jednolitego kursu dnia kurs może być ustalony wyłącznie na podstawie zleceń maklerskich określających limit ceny lub polecenia wykonania zlecenia po kursie dnia (PKD).

Kurs dnia dla obligacji określa makler-specjalista na podstawie wszystkich złożonych zleceń maklerskich na daną obligację. Kurs obligacji jest

ustalony w procentach wartości nominalnej z dokładnością do 0,1 punkta procentowego. Makler-specjalista powinien tak określić kurs dnia, aby zapewnić spełnienie m.in. następujących przesłanek: maksymalny wolumen obrotu; zrealizowanie wszystkich zleceń „po kursie dnia"; wszystkich zleceń kupna z limitem ceny wyższym od kursu określonego oraz wszystkich zleceń sprzedaży z limitem ceny niższym od kursu określonego; zlecenia z limitem ceny równym kursowi określonemu mogą być zrealizowane całkowicie lub częściowo, jak również mogą pozostać niezrealizowane.

W systemie jednolitego kursu dnia obowiązują ograniczenia wahań kursów. Kurs dnia może być wyższy (górne ograniczenie) lub niższy (dolne ograniczenie) od kursu odniesienia najwyżej o 5 punktów procentowych w przypadku obligacji, o ile Zarząd Giełdy nie postanowi inaczej. Kursem odniesienia jest kurs poprzedniej sesji giełdowej, chyba że Zarząd Giełdy postanowi inaczej.

Na rynku zrównoważonym makler-specjalista może przeprowadzić alokację zleceń w wypadku zaistnienia nadwyżki kupna lub sprzedaży po określonym kursie dnia. Na rynku niezrównoważonym specjalista może dokonać redukcji zleceń. Makler-specjalista może też, dokonując interwencji, kupować lub sprzedawać obligacje na własny rachunek i we własnym imieniu, po określeniu kursu na podstawie otrzymanych zleceń. Interwencja specjalisty nie może co do zasady doprowadzić do zmiany kursu określonego na podstawie otrzymanych zleceń.

Określony przez specjalistę kurs dnia, interwencja oraz ewentualna propozycja zawieszenia transakcji podlegają zatwierdzeniu przez przewodniczącego sesji. Z chwilą ogłoszenia kursu staje się on obowiązującym na danej sesji kursem dnia, według którego zostają zawarte umowy sprzedaży papierów wartościowych.

Po zatwierdzeniu i ogłoszeniu przez przewodniczącego sesji kursu dnia makler-specjalista obowiązany jest sporządzić karty umowy. Karta umowy jest dowodem zawarcia, na podstawie zlecenia maklerskiego, umów sprzedaży papierów wartościowych oraz stanowi podstawę ewidencji i rozliczeń transakcji giełdowych.

ad. 2) W systemie ciągłym transakcje są zawierane wyłącznie na podstawie zleceń z limitem ceny albo zleceń po najlepszej cenie (PNC). Zlecenie PNC może być przyjęte przed sesją, jak również w czasie jej trwania, o ile w chwili jego składania oczekują na realizację zlecenia przeciwstawne z limitem ceny.

Zlecenie sprzedaży lub kupna papieru wartościowego, notowanego w systemie ciągłym, może być ważne co najwyżej do końca następnego dnia tygodnia, licząc od dnia, w którym je złożono, o ile krótszy termin nie wynika z treści zlecenia.

Sesja giełdowa rozpoczyna się od ogłoszenia kursu otwarcia, a w wypadku niemożliwości jego ustalenia za kurs otwarcia przyjmowany jest kurs pierwszej transakcji.

Kurs otwarcia powinien być tak ustalony, aby zapewnione było spełnienie m.in. następujących przesłanek: maksymalizacja wolumenu obrotu; zrealizowanie wszystkich zleceń PNC, wszystkich zleceń kupna z limitem ceny wyższym od kursu otwarcia oraz wszystkich zleceń sprzedaży z limitem ceny niższym od kursu otwarcia.

W systemie notowań ciągłych transakcja zostaje zawarta z chwilą ogłoszenia kursu otwarcia, a w czasie sesji — z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na tablicy notowań lub w systemie informatycznym.

W systemie notowań ciągłych obowiązują ograniczenia wahań kursów. Co do zasady kurs otwarcia może być wyższy (górne ograniczenie) lub niższy (dolne ograniczenie) od kursu zamknięcia najwyżej o 5 punktów procentowych dla obligacji. Kursem zamknięcia jest kurs ostatniej transakcji, o ile Zarząd Giełdy nie postanowi inaczej.

W wypadku zaistnienia nadwyżki kupna lub sprzedaży obligacji po kursie otwarcia, przewodniczący sesji dokonuje alokacji zleceń tworzących nadwyżkę.

Bezzwłocznie po zakończeniu sesji wystawia się noty kontraktowe, będące dowodem zawarcia transakcji.

Transakcje giełdowe, dokonywane zarówno w systemie jednolitego kursu dnia, jak i w systemie ciągłym są ewidencjonowane i rozliczane według zasad określonych w Regulaminie Giełdy Warszawskiej. Transakcje giełdowe są rozliczane jednocześnie w pieniądzach i papierach wartościowych za pośrednictwem Giełdy jako podmiotu prowadzącego Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Maksymalny termin zakończenia rozliczeń transakcji giełdowych między członkami giełdy określa Zarząd Giełdy, oznaczając go nie później niż 5 dnia od dnia sesji giełdowej.

Na zakończenie należy odnieść się do problemu skutków obrotu obligacjami na rynku giełdowym.

Przedmiotem takiego obrotu są zdematerializowane obligacje na okaziciela, co prowadzi do wniosku, że do skutków nabycia praw z obligacji nie można stosować art. 921[12] k.c., gdyż przepis ten odnosi się jedynie do obrotu „nie zdematerializowanymi" obligacjami na okaziciela, o którym mowa w art. 921[13] k.c. W konsekwencji nasuwa się wniosek, że do określenia skutków przeniesienia wierzytelności z obligacji w obrocie giełdowym znajdują zastosowanie przepisy kodeksu cywilnego o przelewie wierzytelności, włącznie z art. 513 k.c. Przepis ten zaś chroni głównie interesy

[8] Por. J. Mojak: *Wprowadzenie do prawa papierów wartościowych,* [w:] *Prawo papierów wartościowych, Wprowadzenie, Zbiór przepisów,* Lublin 1993, s. 41 i n.

dłużnika cedowanej wierzytelności, kosztem bezpieczeństwa obrotu. Przy okazji uchwalenia nowego prawa o obligacjach, którego projekt został już przygotowany w Urzędzie Komisji Papierów Wartościowych [9] wydaje się konieczne wyłączenie *expressis verbis* zastosowania art. 513 k.c. do publicznego giełdowego obrotu obligacjami na okaziciela. Przyczyni się to w istotny sposób do zwiększenia ochrony interesów nabywców wierzytelności wynikających z takich obligacji.


## SUMMARY

The paper analyzes legal mechanisms concerning transactions in bonds. It stresses the importance of regulations of the Civil Code (Art. $921^6$ and following), the 27 September 1988 Act on bonds (Journal of Laws No 34, item 254) and the 22 March 1991 Act: Law on the Public Circulation of Securities and Trust Funds (Journal of Laws No. 35, item 155 with subsequent amendments). The article discusses the rules governing private and public circulation of securities, primary and their consequences under the law were analyzed. Stock exchange transactions in bonds at the Warsaw Stock Exchange were presented in detail.

The author points to inconsistencies between the regulations concerning bond transactions in the Civil Code and in the 22 March 1991 Act. The paper ends with a postulate for promptly passing a new Law on Bonds.


[9] Projekt nowego „Prawa o obligacjach" przygotawał zespół w składzie: J. Klimkowicz (UMCS), J. Mojek (UMCS, KUL), Z. Świderski (UŁ).